

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس- سطيف
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

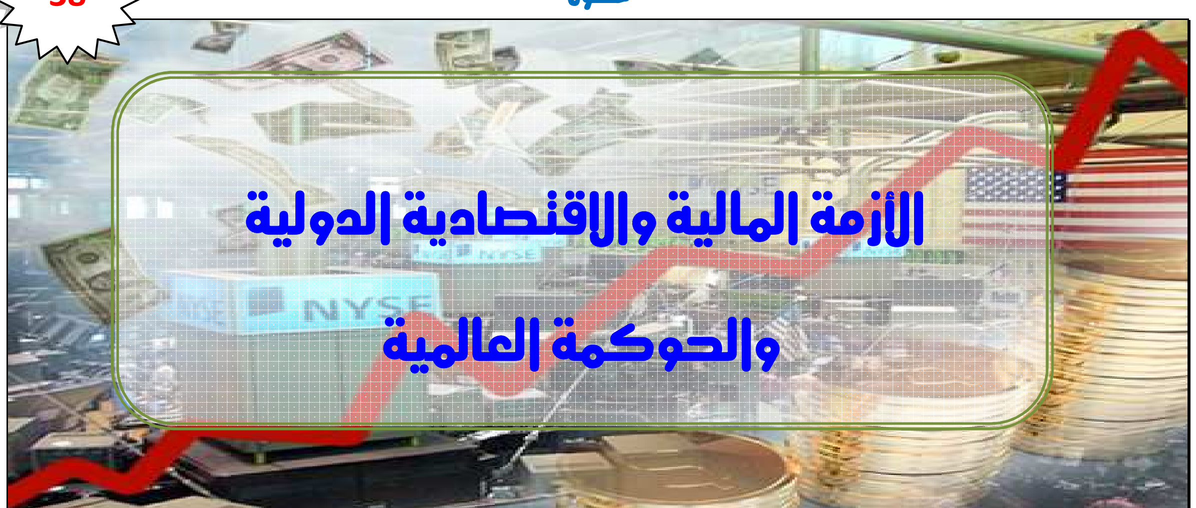


بالتعاون مع:

مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي

38

الملتقى العلمي الدولي
حول



أيام 20-21 أكتوبر 2009

عنوان المداخلة

مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات

من إعداد الباحث

د. سحنون محمود العنوان الكامل: حي قاعدة الحياة ص ب 202 Sah.mahmoud@yahoo.fr	أ. محسن سميرة البريد الالكتروني: samira.mahcene@yahoo.fr حامة بوزيان قسنطينة

مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات

ملخص:

إن نمو المشتقات المالية وتطورها، يؤلف واحدا من أهم قصص النجاحات المثيرة في التاريخ المالي المعاصر. فقد تطورت من مجرد تصورات إلى الانتشار الدولي واسع النطاق، حيث عم التعامل بها الأسواق والمؤسسات المالية الدولية، و تخللت كل أرجاء النظام المالي الدولي.

إن الاستعمال الأول الذي ظهرت من أجله عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، و تقلبات أسعار الأسهم. إلا أنها لم تنحصر في ذلك، بل استخدمت أيضا في المضاربة حتى من طرف المستعملين الذين يفتقدون للفهم العام لهذه الأدوات، بسبب تعقدها. وهو ما أدى إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان.

ففي حين جاء في تقرير بنك التسويات الدولية، أن نمو استخدام المشتقات يؤدي إلى تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية، حيث تساهم المشتقات في تحسين كفاءتها، هناك من يرى بان عقود المشتقات هي السبب في أزمات الأسواق المالية، بل إن بعض مدراء الأموال الأكثر تحفظا ينادون بمزايا الامتناع الكامل عن استعمال المشتقات.

أردنا من خلال هذه المداخلة محاولة الإجابة على التساؤل التالي:

ما مدى مساهمة عقود المشتقات المالية في خلق الأزمات؟

و ذلك بالاعتماد على المحاور التالية:

المحور الأول: ماهية عقود المشتقات المالية

المحور الثاني: أسواق عقود المشتقات المالية و أنواع المتدخلين فيها

المحور الثالث: مخاطر عقود المشتقات المالية

المحور الرابع: مساهمة عقود المشتقات المالية في خلق الأزمات

المحور الخامس: النتائج المتوصل إليها من المحاور السابقة

Abstract:

The growth and development of financial derivatives, comprise one of the most exciting success stories in modern financial history. Has evolved from mere perception to the proliferation of international large-scale, where dealing with the international financial markets and institutions, and permeated all parts of the international financial system.

The first use of which has emerged for financial derivatives contracts covering the risks of market fluctuations in interest rates, exchange rates and fluctuations in stock prices. But it has not been confined to it, and it was also used for speculation, even by users who lack a general understanding of these tools, because of their complexity. Which led to the crisis caused in many cases.

While stated in the report of the Bank for International Settlements, the growth of the use of derivatives leading to the achievement of stability in financial markets, derivatives, as it contributes to the improvement of efficiency, it is argued that derivatives contracts are the cause of the financial markets crisis, but some fund managers are calling for the benefits of the more conservative complete abstinence from the use of derivatives.

We, through this intervention an attempt to answer the following question:

What is the extent of the contribution of financial derivative contracts to create a crisis?

And based on the following points:

The first: what the financial derivative contracts

chapter II: the markets of financial derivatives contracts and the types of actors

Third chapter: the risks of financial derivatives contracts

chapter IV: the contribution of financial derivative contracts to create a crisis

chapterV: the results of previous themes

مقدمة

تبذل فئة متخصصة يطلق عليها مصطلح المهندسون الماليون، جهودا كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين و رغباتهم الجديدة عن طريق ابتكار عقود و أدوات استثمار مالي جديدة تلبي هذه الرغبات المتطورة و اللامتناهية. و قد أوصلتهم جهودهم إلى ابتكار ما يسمى بعقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة. و بالرغم من أن عقود المشتقات هي مفهوم معقد وصعب فسنحاول التعرف عليه من خلال هذا المقال.

أولا: مفهوم عقود المشتقات

1/ تعريف

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، و تلزم الطرف الأخر باحترام التزام مماثل. العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية.كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات. العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، و يعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد(1).

2/ عقود المشتقات الرئيسية:

تتمثل عقود المشتقات الرئيسية في: العقود الآجلة و العقود المستقبلية، عقود الاختيار و عقود المبادلة.

أ-العقود الآجلة و العقود المستقبلية

العقد الأجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري و بائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق(2).

و على غرار العقد الآجل فان العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد(3).

و لا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد و تواريخ التسليم و مستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود. و هو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، و بنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

ب- عقود الاختيارات

تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما، بسعر يحدد مقدما مقابل دفع علاوة العقد، و يبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه. و مشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق أرباح. ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرر العقد إلا العلاوة. بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحا.

وكما يبدو فان عقد الخيار إما أن يكون عقدا يعطي لمشتريه الحق في الشراء من المحرر، أو أن يكون عقدا يعطيه حق البيع للمحرر.

ج/ عقود المبادلة :

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر نقدية على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين .وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة ، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه(4).

3/أسواق عقود المشتقات:
يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات،أسواق المشتقات هذه إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة.
ا/السوق المنظمة:
وتعرف أيضا بالسوق الأجل للبورصة ،وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل(5).
إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين ،وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين3الى 5 % تودع لدى غرفة المقاصة(6).للإشارة فانه لا يتم التعامل في هذه السوق
إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.
ب/السوق غير المنظمة:
على عكس الأسواق المنظمة ،السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة ،هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة ،هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي،بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة ،ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة،وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا الخيارات والمبادلات،...
العمليات في هذه السوق ليست نمطية ،بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين ،بمعنى أنها مهيكلة حسب إرادة الطرفين المعنيين .ويعتبر ذلك ايجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه،في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق(7).
4/أنواع المتدخلين في أسواق المشتقات
أ/المؤسسات
تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي،وأيضا من اجل الحصول على أرباح إضافية حوالي 50 من إرباحا لمؤسسات ناتجة في الحقيقة عن المضاربة المالية في حين أن المنتجات المشتقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه المؤسسات فهي عملية خارج الميزانية وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات المؤسسة(8).
ب/المضاربون:
ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم،وتوسيع مركزهم بمساعدة اثر الرفع المالي،يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جدا، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جدا،إذا ما حققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك
الأصل.
ولتوضيح هذه الفكرة لنأخذ مثال عن مضارب تعاقد على احد عقود المشتقات لشراء أسهم بسعر تنفيذ100 دولار للسهم،وهو يتوقع أن ترتفع قيمته ب10 في تاريخ الاستحقاق ،أي يصبح
سعر السهم 110دولار فيربح 10 دولار عن كل سهم. إذا فرضنا انه يدفع مكافأة عن كل سهم تقدر ب1 دولار ،وأنه قد تحققت توقعاته في تاريخ الاستحقاق،أي أصبح سعر السهم 110 دولار عندئذ يحقق هذا الضارب ربحا عن كل سهم مقداره 9دولار حيث يكون قد ربح 10دولار وخسر دولار كمكافأة ، وبالتالي فقد حصل على 9دولار من استخدامه ل 1دولار فقط فيكون معدل ربحه 900 وذلك هو اثر الرفع المالي(9).
ج/ **مسيرو المحافظ:** صناديق الاستثمار،البنوك، صناديق المعاشات،هيئات التوظيف الجماعي...
يدخل مسيرو المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفا تهم، فكلما كان للصندوق إمكانيات أكبر، كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضعية العامة لهذه الأسواق. و بذلك يضمن إذا خسر قليلا من اليسار وربح كثيرا من اليمين، سيكون رابحا في النهاية. في حين أنه لو كانت لدى هذا الصندوق إمكانيات واستثمرها يسارا فقط أي في اتجاه واحد سوف يخسر في النهاية

وعليه فان الصندوق إذا أجتمع لديه رأس المال الضخم والقدرة على تقييم مخاطر استثماراته سيكون لديه حظ كبير في الربح في النهاية(10).

5/أهمية عقود المشتقات

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة ،بل كان وليد حاجة وضرورة. وما يؤكد ذلك، الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات ،التي تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية .كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية فضلا عن إتاحة فرص استثمار جديدة ، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وأنها تسهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية ،وتحقيق سمة الكمال للسوق ،هذا إضافة إلى مزايا أخرى.

و تمثل وظيفة التغطية أهم وظائف عقود المشتقات، ولتوضيح ذلك لنفرض حالة مستثمر أخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما.- عندما يتعامل المستثمر على الأصل في السوق الحاضر وفي سوق عقود المشتقات فانه يطلق على مركزه في السوق الحاضر بالمركز الطويل،بينما يطلق على مركزه في سوق المشتقات بالمركز القصير. أما إذا كان التعامل في سوق واحد،وليكن سوق المشتقات، فان مركز المشتري يطلق عليه بالمركز الطويل، بينما يطلق على مركز البائع بالمركز القصير- أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، و يخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه. وقد تحققت توقعات المستثمر، إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، و من ثم فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار.
و لنفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع و ذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم للمحرر بسعر تنفيذ 50 دولار و بتاريخ تنفيذ هو ذاته المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات.
فإذا انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، سوف تقتصر خسائر المستثمر على قيمة المكافأة. حيث سيقوم في تاريخ التنفيذ ببيع السهم في السوق الحاضر ب 30 دولار محققا خسارة قدرها 20 دولار.
و يقوم بالمقابل بتسوية مركزه في سوق عقود الخيارات حيث سيحصل على 20 دولار من المحرر على اعتبار أن هذا الأخير ملتزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد بسعر التنفيذ أي ب 50 دولارا، و طالما أن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ هو 30 دولارا فعليه أن يدفع للمستثمر الفرق و قدره 20 دولارا أي ما يعادل الخسارة التي تعرض إليها. و لما كانت المكافأة 3 دولار، فان المكاسب الصافية للمركز القصير(عقد الخيار) تصبح 17 دولار، أي بخسارة صافية على المركزين تساوي ثلاثة دولارات، أي ما يعادل قيمة المكافأة و مهما انخفض سعر السهم في السوق فستظل خسائر المشتري محدودة بقيمة المكافأة(11).

6/ مخاطر المشتقات المالية:

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد و أسعار الصرف وأسعار السلع. إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح و الخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة و غير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات. و تتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسا في:

ا/ مخاطر السوق:

تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، و النى ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، و عدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور.
إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية.
و يزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء و البيع على نطاق واسع، و لذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية

و على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد.
و مما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، و سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى.
و يؤكد ذلك إلى حد كبير تداعيات أزمة المكسيك حيث اقترن تخفيض سعر صرف البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994 بانخفاض حاد غير متوقع في أسعار الأوراق المالية متوسطة الأجل التي أصدرت في المكسيك في أواخر العام المذكور، و امتد هذا الانخفاض ليشمل أسعار الأصول المالية المكسيكية الأخرى، مما أدى إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين في العقود الخاصة بتلك الأصول، كما امتد هذا الانخفاض ليشمل أيضا أسعار السندات في باقي دول أمريكا اللاتينية، فضلا عن امتداده إلى أسعار السندات في الأسواق الآسيوية التي تراجعت إصدارات السندات فيها بدرجة كبيرة(12).
و يتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها و كذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع و المشتري في السوق، و بحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.

ب/ المخاطر الائتمانية:

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات العقد، و تقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير(13).
و يعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.
هذا و يطالب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية، البنوك الخاضعة لها، بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل امتدادا طبيعيا لدورها الرقابي. كما تقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.

ج/ مخاطر التشغيل:(المخاطر الرقابية)

و يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف و الرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، و كذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.
و من أمثلة ضعف الرقابة الداخلية و نظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار و القيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري أن لا يجمع شخص واحد بين الدورين معا، للحيلولة دون التلاعب و إخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.

د/ المخاطر القانونية:

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة.
مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ مثلا عن عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس. أو إدخال تغيرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت، الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات(14).

ه/ أثر الرفع المالي:

من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضا، أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات.
فالمستثمر يودع ببساطة 10%(في بعض الأحيان 5 أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، و يمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد.

7/ مساهمة عقود المشتقات في خلق الأزمات:

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية. كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة و المعقدة، و التي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها J.lipen في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1993 «لم أعرف موضوعا يجهله الناس قدر المشتقات»15 .

غير أنه لسوء الحض، فان فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحل ذون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، و بالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها.16 وعليه فالدعوة اليوم ليس فقط للاحتفال بالانتصارات التقنية لأسواق المنتجات المشتقة، و الافتتان بمقدرتها على الاستجابة لكل الاحتياجات. بل أيضا للانتباه بأنها تعتبر واحدة من أعظم عناصر الخطر للمالية الحالية.19 حيث تسببت في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات، بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجز Barings «Brothers and cpmpany bank» الذي عصفت به رياح المشتقات.

هذا فضلا عن تحطم المجموعة الألمانية« Mellallgesellschaft» عام 1994 بسبب التداول بالمستقبليات. و تتوسع القائمة لتشمل منشآت أخرى مثل: Cargil ,Mead, Greetings chemical و نجد حتى الصانع الأمريكي Dell الذي على اثر خسارة تقدر ب 23 مليون دولار أعلن عام 1994 بالانسحاب من سوق المشتقات.

و إذا كان هناك خلاف حول ما إذا كانت المشتقات هي السبب الرئيسي في أزمة يوم الاثنين الأسود، فان الكل مجمع على أن انهيار بنك بارنجز كان سببه المشتقات ولذلك سوف نعرض تفاصيل هذا الانهيار: كان ذلك يوم الأحد الموافق ل 1995/02/26، عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارنجز تحت حراسة بنك انجلترا، و هو المصرف المركزي. بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشتري هذا المصرف. لقد تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين فيه المتخصصين بالتداول بالمشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى «مستقبليات برنجز» تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز باسم «Barings securities » التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة(17.

فلقد قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى نيكولاس ليسون سبقته سمعته و كفاءته، حيث ترك له مسؤولية تصميم و إدارة عمليات عقود المشتقات في سنغافورة. و الغريب أنه قد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر، إنها المراجحة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225، و مؤشر بورصة اوزاكا الذي يتداول في بورصة سنغافورة، على أساس أنهما مؤشرين يكادا يكونا بديلين لبعضهما البعض، فكان يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225 مثلا عندما يرتفع سعره، ليشتري عقودا مستقبلية على مؤشر بورصة اوزاكا الذي لم يرتفع سعره بنفس القدر، عمليات يصعب أن تتعرض للمخاطر و لكن انظر ما حدث:

وقع زلزال كوب في 16 يناير، في وقت كان ليسون قد اشترى قدر هائل من العقود المستقبلية على مؤشر نيكي، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول يناير إلى 18000 نقطة بعد الزلزال. و أملا في أن تعاود أسعار تلك العقود الصعود، سارع بشراء المزيد منها عند السعر المنخفض، وذلك بهدف تخفيض متوسط قيمة العقود، أملا في تخفيض خسائره على نحو أسرع، إلا أن مؤشر نيكي قد باشر مزيدا من الانخفاض حتى وصل إلى 17000 نقطة و مع كل انخفاض في قيمة المؤشر تزداد الخسائر.

وقد تمكن ليسون من إخفاء خسائره على رؤسائه في حساب آخذ رقم 88888 حيث بلغت الخسائر 59 بليون ين، أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار. غير أنه إذا كان قد استطاع أن يخفي الخسائر على رؤسائه، فانه لا يمكنه إخفائها عن السوق، بسبب القروض التي حصل عليها من البنوك، حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية. و إذا ما هبط الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الوقاية أو الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض للخسائر إيداع مبالغ نقدية، وليس شيء آخر حتى يرتفع الهامش الفعلي ليس إلى مستوى هامش الوقاية بل إلى مستوى الهامش المبدئي، و قد استطاع ليسون الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية.

و بدأ المسؤولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة و ذلك اثر مطالبة البنوك اليابانية وعددها 15 بنك باسترداد قيمة القروض، والتي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش. و هكذا و من جراء عمليات تكاد تكون آمنة على عقود المشتقات تعرض البنك لهزة عنيفة. و كان من المفضل لدى بنك انجلترا إنقاذ المصرف من خلال شرائه من قبل مصرف آخر، أو مجموعة

مصرفية. السؤال المطروح الآن هو: لماذا حصلت كل هذه الأزمات بما فيها الأزمة المالية العالمية؟ و ماذا تعني للمستثمر؟ الجواب المطروح في الصحف المالية هو أن المشتقات كانت السبب باعتبارها كما يقال أوراق مالية معقدة و عالية المخاطرة تؤدي بالشباب إلى نهاية مالية خاسرة. هذا هو التصور العام اليوم عن المشتقات.

8/ مساهمة المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية الحالية:

ـــ مظاهر أزمة النظام المالي العالمي :

لقد بدأت إرهاصات ومعالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور وأصابت أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر والرعب ، كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير في وضع الخطط للإنقاذ ، كما أحدثت للحكومات الخوف على عروشهم وبدءوا ينادون العلماء والخبراء لبيان كيف المخرج ؟

ومن مظاهر هذه الأزمة على سبيل المثال ما يلى :

الهرولة في سحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة .

قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً على صعوبة استردادها .

نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفى كافة نواحي الحياة مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم .

انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وهذا أحدث ارتباكاً وخللاً في مؤشرات الهبوط والصعود .

انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً وضمانات ذات قيمة عالية جدا .

انخفاض المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة .

ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية وأصبح كل موظف وعامل مهدد بالفصل .

ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات .

انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس .

وهذا يُثير التساؤل الهام : ما هي الأسباب الرئيسية والحقيقية لهذه الأزمة .

ـــ الأسباب الرئيسية لأزمة النظام المالي العالمي :

إن تشخيص أسباب الأزمة هو مفتاح العلاج السليم ، فتصور الشيء تصويراً سليماً ودقيقاً ومحايداً وموضوعياً هو جزء من تقديم الحل السليم الموضوعي الرصين .

يقول علماء الاقتصاد العالمي ومنهم الذين حصلوا على جائزة نوبل في الاقتصاد مثل موريس آليه : ((إن النظام الاقتصادي الرأسمالي يقوم على بعض المفاهيم والقواعد التي هي أساس تدميره إذا لم تعالج وتصوب تصويباً عاجلاً)) .

كما تنبأ العديد من رجال الاقتصاد الثقات أن النظام الاقتصادي العالمي الجديد يقوم على مبادئ تقود إلى إفلاسه .

ومما ذكروه من أسباب هذه الأزمة على حد آرائهم ما يلى :

أولاً : انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي مثل : الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية وهذه الموبقات تؤدى إلى الظلم ، أي ظلم من أصحاب الأموال من الأغنياء والدائنين للفقراء والمساكين والمدينين وهذا سوف يقود إلى تذمر المظلومين عندما لا يستطيعون تحمل الظلم ، وسوف يقود ذلك إلى تذمر المدينين وحدوث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم .

ثانياً : من أسباب الأزمة كذلك أن أصبحت المادة هي الطغيان وسلاح الطغاة والسيطرة على السياسة واتخاذ القرارات السيادية في العالم وأصبح المال هو معبود الماديين .

ثالثاً : يقوم النظام المصرفي الربوي على نظام الفائدة أخذاً وعطاءً ويعمل في إطار منظومة تجارة الديون شراءً وبيعاً ووساطة ، وكلما ارتفع معدل الفائدة على الودائع كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض

الممنوحة للأفراد والشركات والمستفيد هو البنوك والمصارف والوسطاء الماليين والعبء والظلم يقع على المقترضين الذين يحصلون على القروض سواء لأغراض الاستهلاك أو لأغراض الإنتاج ويرى بعض الاقتصاديين أنه لا تتحقق التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل الإنتاج إلا إذا كان سعر الفائدة صفراً وهذا ما قاله آدم سميث أبو الاقتصاديين (على حد رأيهم) ويرون أن البديل هو نظام المشاركة في الربح والخسارة لأنه يحقق الاستقرار والأمن ، وقالوا كذلك أن نظام الفائدة يقود إلى تركز الأموال في يد فئة قليلة سوف تسيطر على الثروة

رابعاً : يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى ، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع كما كان المرابون يقولون في الجاهلية : ((أتقضى أم تُربى)) ، وهذا يلقى أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأعلى .

خامساً : يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية والتي تعتمد اعتماداً أساسياً على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات ، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات ، فهي عينها المقامرات والمراهنات التي تقوم على الحظ والقدر ، والأدهى والأمر أن معظمها يقوم على إئتمانات من البنوك في شكل قروض وعندما تأتى الرياح بما لا تشتهى السفن ينهار كل شئ وتحدث الأزمة المالية .

سادساً : من الأسباب كذلك سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على إغراء الراغبين (محتاجي) القروض والتدليس عليهم وإغرائهم، والغرر والجهالة بالحصول على القروض من المؤسسات المالية ، ويطلبون عمولات عالية في حالة وجود مخاطر ، والذي يتحمل تبعة ذلك كله هو المقترض المدين الذي لا حول له ولا قوة وهذا ما حدث فعلاً وهذا يقود في النهاية إلى الأزمة .

سابعاً : يعتبر التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد (السحب على المكشوف) والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة ، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية ، زِيدَ له في سعر الفائدة وهكذا حتى يتم الحجز عليه أو رهن سيارته أو منزله ، وهذا ما حدث فعلاً للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكانت سببا في أزمة في بعض البنوك الربوية .

♦ ــ الآثار المدمرة لأزمة النظام المالي العالمي :

حتى هذه المرحلة من إرهاصات أزمة النظام المالي العالمي ، والذي أصيب بلطمة خطيرة ونزيف داخلي في مخه أدت إلى شلل في أعضاء الجسد وتجمدت شرايين النشاط الاقتصادي ومن آثار ذلك السيئة ما يلى :

أولاً : الذعر والخوف والقلق والتخبط الذي أصاب الناس جميعاً منهم على سبيل المثال :

ــ الحكام والرؤساء والوزراء .

ــ أصحاب المؤسسات المالية والقائمين على أمور الأسواق المالية .

ــ أصحاب مؤسسات الوساطة المالية .

ــ أصحاب الودائع في البنوك والمصارف وغيرها .

ــ المقترضون من البنوك والمتعاملون معها وكذلك أصحاب الودائع .

ــ المستهلكون المهددون بارتفاع الأسعار .

ــ الموظفون والعمال المهددون بفقد وظائفهم .

ــ الفقراء والمساكين الذين يعيشون على الإعانات والصدقات .

وأصبحت هذه الأزمة مثل سرطان الدم الذي يسرى في الحياة الاقتصادية .

ثانياً : إفلاس بعض البنوك والمصارف والمؤسسات المالية بسبب نقص السيولة وزيادة مسحوبات المودعين ، واضطرار بعض الحكومات من خلال البنوك المركزية إلى إنقاذ ما يمكن إنقاذه من البقية الباقية حتى لا يحدث انهياراً تاماً للحياة الاقتصادية وتقع الدولة في دائرة الإفلاس .

ثالثاً : إفلاس بعض الشركات والتي كانت تعتمد على صيغة التمويل بنظام القروض بفوائد أو توقف بعض خطوطها الإنتاجية ، كما بدأت بعض البنوك بتنفيذ الرهونات والضمانات التي معها وهذا سبب خللاً في التدفقات النقدية لها .

رابعاً : فقد الوظائف وارتفاع نسبة طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية وغيرها ، وهذا ألقى المزيد من الأعباء على ميزانيات الدول وأوقف العديد من المشروعات الاستثمارية الجديدة .

خامساً : قيام بعض الدول إلى فرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في ميزانياتها بسبب ارتفاع ميزانية الدعم وتقديم المساعدات للشركات والبنوك المقبلة على الإفلاس أو لدعم الودائع أو نحو ذلك .

سادساً : فقدان المقترضون لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض وأصبحوا في عداد المشردين واللاجئين والمهجرين والفقراء والمساكين(18) .

-المشتقات و عقود الغرر

***يرى "بيتر داركر" أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها عملية، في حين أنها لم تكن أكثر عملية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في "مونت كارلو، ولاس فيجاس".

" كثيرا من أدوات المشتقات لا تخدم غرضا معينا سوى تسهيل المضاربة على وجه الخصوص ".ومن المعلوم أن الملياردير الأمريكي جورج سورس مستثمر عالمي كانت له صولات وجولات في أسواق المال العالمية منذ سنوات طويلة ، إلا أن شهرته ازدادت بعد أن قاد مضاربات شرسة على الجنية الإسترليني عام 1996 وبعد ذلك تسببه في انهيار أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا عام 1998، خصوصاً سوقي ماليزيا والفلبين، كما اتهم أيضا بقيامه بمضاربات شرسة على الريال السعودي في التسعينيات كذلك

قبل نحو ستة أعوام، وتحديداً في فبراير 2003م، ألقى (وارن بافيت)- أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال- خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثواي (Berkshire Hathaway). في هذا الخطاب وصف (بافيت) المشتقات المالية بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي". وأضاف: "إنها مثل جهنم: يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها". ويقول: "إن الصورة الكلية خطرة وتتجه نحو الأسوأ". ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل".

حينما أطلق (بافيت) هذه التصريحات، وقف البعضُ منها موقف الاستغراب، وبعضهم موقف الاستنكار؛ لأن المشتقات -في نظرهم- أدوات مبتكرة لإدارة المخاطر وتوزيعها بكفاءة، ومن ثم السيطرة عليها وتقليلها. لكن الأيام- للأسف- أثبتت بُعد نظر هذا الرجل وصدق حدسه؛ فالكارثة المالية التي تجتاح العالم اليوم أحد أهم أسبابها هو المشتقات المالية، خاصة المشتقات الائتمانية (credit derivatives)، أو أدوات مقايضة مخاطر الائتمان (credit default swaps).

أكدت مجلة النيوزويك علي أن تغيرا طرأ علي الاقتصاد قبل عام 2001 ، ما صعب من الأمور بعض الشيء علي طاولة الروليت، لكن بفضل التدني المتزايد في أسعار الفائدة (تم خفض قيمة الفائدة في الاحتياط الفيدرالي تحت قيادة آلان جرينسبان بنسبة 1 % عام 2003). واستمرت عمليات ضخ الأموال اليسيرة. كما كان لانخفاض قيمة سعر الفائدة تأثيرا أيضا علي تفجير السوق إلي مشتقات ائتمانية. وتعد عملية تقسيم الأوراق المالية هي لب وجوهر الأزمة الحالية ، فالمصرفيون يبحثون عن سبل تمكنهم من دعم العائدات في بيئة تشهد انحداراً كبيراً في قيمة الفائدة.

وفي الفترة ما بين عام 2002 حتى الصيف الماضي ، انتعش سوق مقايضة الائتمان الافتراضية وهو النوع الرئيسي للمشتق الائتماني ، ليرتفع من 100 مليار دولار إلي 62 تريليون دولار. وبالنسبة لأسعار المنازل التي شهدت انتعاشة وطفرة كبرى في الفترة ما بين عامي 2001 و 2005 فقد

تراجعت وكشفت عن معايير الائتمان السيئة. وقال روبيرت ريتش :" لم يكن كل هذا الغضب الذي نشب علي مدار الأسبوع الماضي بسبب قيام الحكومة بتكوين شبكة الأمان الضخمة هذه، لكن نتج نظرا لأن الأشخاص الذين سيتلقونها هم أنفسهم مرتادي الـــ وول ستريت الذين يتصرفون كما لو أنهم قطاع طرق خلال السنوات القليلة الماضية ".

ويتوقع عدد من الخبراء أنه مع زوال الرهون العقارية المؤمنة سوف يتقلص سوق الرهن العقاري الإجمالية في الولايات المتحدة لعشر حجمها الحالي. وفي الوقت ذاته، تكون الأسواق المشتقة المعقدة التي زادت ثراء الطبقة الغنية عرضة للتقييد. وتتزايد النداءات في الولايات المتحدة المطالبة بإنشاء مركز لتبادل المعلومات يجعل التجارة أكثر شفافية . وفي أوروبا ، وتسير خطط تنظيم المشتقات إلي الأمام بالفعل : ففي الأسبوع الماضي قامت المفوضية الأوروبية بصياغة اقتراحاً يحظر أو يحد من الحيل المصرفية السحرية التي تحول الديون الخطرة إلي ثلاثة أضعاف ألف الأوراق المالية.

الذي يميز المشتقات الائتمانية أنه يمكن لأي شخص أن يشتري التأمين من أي شخص آخر، حتى لو لم يكن لأي منهما أي علاقة بالقرض المموّل للعقار، فيصبح العقد في الحقيقة رهاناً بين طرفين على ما سوف يحصل لطرف ثالث هو المقترض. فإن أفلس المقترض دفع البائع التعويض للمشتري، دون أن يحصل المقرض أو المقترض على شيء من ذلك أصلاً. وهذا ما جعل المحلل المالي لموقع (السي إن إن) يصف سوق مشتقات الائتمان بأنها "أكبر كازينو في العالم" (حتى المرشح الجهوري جون ماكين اعترف بأن ثقافة الكازينو سيطرت على وول ستريت).

لكن هذه السوق تختلف عن الكازينو في جوانب مهمة.

منها أن الكازينو يخضع لإشراف ورقابة الجهات الحكومية في الولايات التي تسمح به، بينما لا تخضع أسواق المشتقات لأي إشراف أو تنظيم مباشر من قبل الحكومة الأمريكية.

كما أن الكازينو يختلف عن سوق المشتقات من ناحية أكثر أهمية؛ فكل مجموعة من اللاعبين في الكازينو يراهنون على عجلتهم الخاصة بهم، ولا علاقة لهم بالآخرين. فليس هناك ترابط بين مجموعات اللاعبين المختلفة، لكن في أسواق المشتقات، الجميع مرتبطون ببعضهم، والكل مرتبط في النهاية بالأسواق، خاصة سوق العقار. فأي تدهور في سوق العقار سيؤدي إلى خسارة نسبة كبيرة من اللاعبين.

أضف إلى ذلك أن كل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة عدة أضعاف في سوق المشتقات. فحجم الديون المراهن عليها بلغ (62) تريليون دولار بنهاية 2007م، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة بأكمله لا يتجاوز (10) تريليون دولار، في حين يقدر الرهن منخفض الملاءة بنحو (1.3) تريليون دولار.

وإذا كانت المشتقات الخاصة بالأصول الأقل ملاءة تبلغ نحو ثلث سوق المشتقات الائتمانية، فهذا يعني أن كل دولار تم إقراضه فعلاً يتم الرهان عليه نحو عشر مرات. ويترتب على ذلك أنه في حالة تعثر المدين، فإن الخسارة لا تقتصر على المقرض الفعلي له، بل تتعداه إلى المجازفين الذين يمكن أن تتجاوز خسارتهم (10) أضعاف الخسارة الفعلية.

الفرق الأهم والأكثر خطورة بين الكازينو وبين سوق المشتقات هو طبيعة اللاعبين.
فاللاعبون في الكازينو هم أفراد يقامرون غالباً بأموالهم، أما في سوق المشتقات فهم مؤسسات مالية وبنوك تقامر بأموال المودعين والمستثمرين والمقرضين من المؤسسات المالية الأخرى. فالخسارة ستكون ضرراً على الاقتصاد بأكمله، وليس على المقامرين وحدهم.

إن مكمن الخطر الحقيقي الذي تكشف علي نطاق واسع وتسبب في الجزء الأكبر من المشكلات المالية والاستثمارية والاقتصادية يرتبط بسوق ما يسمي المشتقات المالية، وهي سوق قائمة علي المعاملات الافتراضية بالأساس، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية علي النفط والمعادن النفيسة وغير النفيسة والسلع، بالإضافة إلي نوعيات مستحدثة من المعاملات المالية وتديرها أساسا المؤسسات المالية والبنوك الكبرى والعملاقة وشركات التأمين الدينصورية الأمريكية والتي تكاد تنحصر في شركة واحدة هي شركة إيه.آي.جي، التي كادت تفلس لولا وضعها تحت الوصاية الحكومية، وصولا إلي مرحلة التأميم شبه الكامل بعد ضخ85 مليار دولار لمساندتها ارتفعت أخيرا إلي نحو130 مليار دولار في ظل الضغوط الواقعية.

وتدقيق عمق الأزمة العالمية يكشف عنه ضخامة سوق المشتقات المالية، وارتفاع قيمتها إلي480 تريليون دولار، بما يعني أن قيمتها تبلغ10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي الراهن، وتصل إلي35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ14 تريليون دولار، وهي بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية، وتكاد السوق المالية الأمريكية والبريطانية أن تحتكرا معاملات سوق المشتقات المالية، وتدار من خلال المؤسسات المالية والبنوك العملاقة والكبرى في البلدين وغيرهما من البلدان عميقة الاندماج في النظام المالي العالمي، ولا تعبر هذه السوق عن أموال حقيقية، بل تعكس معاملاتها أموال افتراضية بحكم أن عمليات الشراء للمشتقات المالية يتم سداد جزء زهيد من قيمتها، مما أسهم في تضخم قيمتها كمشتقات دون علاقة مع الأموال المدفوعة فعليا،

وتتجاوز قيمة سوق المشتقات المالية قيمة الفوائض المالية العالمية وتراكماتها عبر السنوات الطويلة الماضية بمراحل علي امتداد العالم للدول، وبنوكها المركزية للشركات والمؤسسات والأفراد، وكذلك للفوائض البترولية والصناديق الاستثمارية السيادية، وغيرها من الجهات الحائزة للمال، بما فيها أموال الجريمة المنظمة، سواء كانت أموالا للمافيا، أو أموالا لكبار المسئولين الفاسدين، أو أموالا لكبار وصغار الفاسدين من رجال الأعمال.

ما يثار في أمريكا من حوار حول رأسمالية كازينوهات القمار في تطبيق رديء وسيء للغاية بحكم أن المقامر العادي يقامر بأمواله، في حين قامرت المؤسسات المالية والبنوك وشركات الرهن العقاري بأموال الآخرين من المودعين في غياب رقابة البنك المركزي، وغياب رقابة الخزانة الأمريكية، وكأنه اتفاق بين كل الأطراف علي التغاضي عن فساد الأعمال، وفساد القواعد، وفساد الإدارة، ونتج عن ذلك أن معظم هذه المؤسسات والمنشآت كانت مرتبطة ببعضها بعضا من خلال صفقات مقايضة الديون، وتقدم النيوزويك مثالا يمكن أن يسمي الفساد العظيم والفساد الكبير، ويرتبط ببنك ليمان برادرز رابع أكبر البنوك الاستثمارية الأمريكية، العملاقة، الذي تم إعلان إفلاسه بالفعل، حيث تقدر أن البنك قد دخل في صفقات مشبوهة لمقايضة الديون قيمتها700 مليار دولار،

وكانت شركة إيه.آي.جي هي الضامنة لمعظم هذه الصفقات، ويوضح ذلك الحديث عن ضآلة الاعتمادات المالية لخطة الإنقاذ الأمريكية لأنها تساوي فقط لا غير قيمة الديون الرديئة المستحقة علي أحد البنوك المفلسة، كما تفسر سبب إحجام البنك المركزي الأمريكي والخزانة الأمريكية عن إنقاذ البنك بوضعه تحت الوصاية، أو تأميمه، كما تم في حالات أخري سابقة وتالية، كما تلقي هذه الحالة بالذات الضوء علي تصدير الإدارة الأمريكية جانبا رئيسيا ومهما من خسائر الانهيار المالي إلي الخارج، وعن تحمل أطراف خارجية علي امتداد خريطة العالم لجانب حيوي من خسائر الأزمة المالية الأمريكية العالمية، حيث اتضح أن البنوك الأوروبية التي توشك علي الإفلاس، ومنها هيبو ريل استيت الذي اضطر البنك المركزي لضخ أموال لدعمه تقدر بمبلغ50 مليار دولار وغيره تتركز مشكلته في خسائره الفادحة من عمليات محفظة مقايضة الديون مع أطراف مالية أمريكية لديون رديئة ومتعثرة ومؤثرات ضخامة هذه المحفظة سيئة السمعة لابد وأن تكون له تفاعلاته المتوالية علي امتداد خريطة العالم.

حض رئيس هيئة الإشراف على المصارف في بريطانيا لورد تيرنير على زيادة الرقابة على المصارف واحتياطاتها وعملياتها الخطرة في حين قدّر مفوض الرقابة المصرفية في الاتحاد الأوروبي تشارلي ماكريفي حجم سوق المشتقات المالية بنحو 600 تريليون دولار «التي لا يمكن تحصيل مبالغ كبيرة منها لأنها مشتقات هالكة». وأشار إلى أن نسبة عشرة في المائة من هذه المشتقات (60 تريليون دولار) قد تكون «خطرة جداً» يمكن أن تتبخر مع الأزمة الحالية ولا يمكن لأحد أن يكون مسؤولاً عنها. وكان المستثمر الأميركي وارن بافيت وصف المشتقات المالية، التي رفض التعامل فيها، بأنها «أسلحة مالية للدمار الشامل».

ومع أن تيرنير تحدث عن الاستقرار النسبي في المصارف الأوروبية بعد «اجتياز مرحلة الخطر» في الأسبوع الماضي وبعدما بدأت الحكومات الأوروبية تُطبق برامج الإنقاذ إلا أن ماكريفي قال: «بسبب حجم سوق المشتقات الهائل لا يجب علينا ترك الأمر من دون رقابة وحتى من دون تطهير النظام المصرفي».

قال مسؤول في شركة أرقام كابيتال النشيطة في هيكلة المشتقات والسمسرة والتداول، ومقرها دبي، إن الشركة تسعى إلى جعل المشتقات المالية جزءا أساسيا في تداول الأوراق المالية في منطقة الخليج، ووضع المعايير الخاصة لهيكلة المشتقات المالية في المنطقة.

وقدرت الشركة أن يشكل سوق المشتقات في الخليج نحو 25% من إجمالي أحجام التداول في الأسواق المالية الإقليمية على المدى المتوسط.

وقد بلغ إجمالي قيمة التداولات في بورصات الخليج العام الماضي 1.4 تريليون دولار.

وبناءً على هذه التقديرات، فقد يصل الحجم الإجمالي لسوق تداول المشتقات في الخليج إلى ما بين 250 – 300 مليار دولار خلال خمس سنوات.

وقال الرئيس التنفيذي لأرقام كابيتال دينيس ويسموسلر، أن هناك اهتماما متزايدا للمستثمرين المؤسساتيين الأجانب بأسواق الأسهم الخليجية، وبسبب القيود المفروضة على تداولات الأجانب في بعض الأسواق، فإن المشتقات المالية توفر لهم إمكانية الدخول إلى هذه الأسواق، فضلا عما توفره لهم المشتقات من أدوات تحوّط فعالة من التقلبات.

ووفقا لـــ «أرقام كابيتال» يوجد هناك طلب متزايد على المشتقات من المؤسسات الاستثمارية الإقليمية، والأفراد ذوي الملاءة المالية العالية في الشرق الأوسط، بهدف تنويع محافظهم الاستثمارية والتحوّط ضد تقلبات الأسواق.

وتعتبر «أرقام كابيتال» من أولى المؤسسات المالية الإقليمية التي تصدر وتدرج وتتداول المنتجات المهيكلة على أساس محلي، كواحدة من أنشطتها الأساسية. وقال ويسموسلر إن سوق المشتقات لايزال في مراحل التطور الأولية في الخليج، إلا انه يمتلك إمكانات كبيرة للنمو والنضج، خاصة في ظل التوجه المتصاعد للمستثمرين الدوليين والإقليميين، لاستخدام منتجات المشتقات المالية للاستثمار وإدارة المخاطر.

وكانت بورصة دبي العالمية قد أطلقت صيف العام الماضي أول سوق في المنطقة للمنتجات الاستثمارية المهيكلة، مع قيام «دويتشه بنك»، و«ميريل لينش»، و«مورغان ستانلي» بإدراج مجموعه

14 منتجاً مهيكلاً في البورصة. وقالت البورصة أن سوقها الجديد «تراكس» يهدف إلى تعزيز الفرص الاستثمارية من الأصول المدرجة في المنطقة بشكل غير مسبوق.

هذا الكازينو عبارة عن مؤسسات مالية نخبوية تُعرف باسم "صناديق التحوط" " (Hedge Funds)" ، وهي ليست مفتوحة لعامة الشعب، بل للأثرياء فقط. كل صندوق يمكن أن يستوعب 500 مستثمر كأقصى حد، يدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كأدنى حد. ويصل اجر مدير الصندوق إلى 1−2% من قيمة الأصول (assets) و20% من الأرباح. والاهم أن صندوق التحوط غير مسجل، ولا يخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية .
السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع، قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، حتى باتت توصف بأنها مالكة الكون، إذ تسيطر على ثلث مداولات الأسهم، وبحوزتها أصول بقيمة 2 تريليون دولار (تريليون يساوي ألف مليار). في عام 2006 وصلت أجور بعض مدراء صناديق التحوط الرئيسية إلى مليار دولار.
تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين، وهو ما يسمى "الرفع المالي". حول هذه الطريقة وتأثيرها على عولمة الأزمة، يكتب الخبير الاقتصادي كينيث روجوف في موقع "الاقتصادية" الالكتروني :

""إن صناديق التحوط اقترضت مئات مليارات الدولارات بأسعار فائدة منخفضة للغاية من اليابان، ثم استثمرت أرباحها في بلدان مثل البرازيل وتركيا، حيث أسعار الفائدة مرتفعة. وطالما ظل الين ضعيفا فان هذه الإستراتيجية الاستثمارية ستظل تعمل وكأنها ماكينة نقود. ولكن إذا ما ارتفع سعر الين بصورة حادة، كما قد يحدث بسهولة نظرا للفائض الهائل لدى اليابان في حسابها الجاري، فلسوف تتحمل بعض صناديق التحوط خسائر مالية فادحة وتنهار التجارة المحملة على الين بصورة عنيفة ". "
استثمرت صناديق التحوط بما صار يعرف ب"الأدوات المالية" التي تدرّ أرباحا خيالية.
وقد قام صندوقا التحوط التابعان لشركة "بير−ستيرنز"، البنك الاستثماري النيويوركي، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا أضعاف المبلغ من البنوك الكبيرة في وول ستريت، وبدآ التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية، حتى أعلنا إفلاسهما .
ولم تتوقف المجازفة عند حد الاستثمار في سندات قروض أُعطيت بلا ضمانات، بل حدث ما هو اخطر. احد "المشتقات الائتمانية" الأخرى، التي من شأنها أن تفسر حجم خطورة المقامرة التي دخلت فيها صناديق التحوط، هو الرهان حتى على انقباض سوق الائتمان، وعلى تراجع قيمة الأوراق المالية المدعومة بأصول والمعروفة باسم "التزامات الدين المضمونة"، ومن ضمنها القروض السكنية في السوق الثانوية" .

إن بنوكا مهمة عديدة شاركت بدرجات مختلفة في الاستثمار في سوق الرهن العقاري الثانوي من خلال صناديق التحوط الخاصة بها، والتي كما أسلفنا لا تخضع لأية رقابة ولا يمكن معرفة القيمة الحقيقية لاستثماراتها، خاصة على ضوء الأزمة .
المنطق وراء رفض الإدارة الأمريكية فرض الرقابة على صناديق التحوط التي احتلت البورصة وباتت تهدد السوق العالمية، هو أن المبالغ التي ضخّتها هذه الصناديق للبورصة سمحت بانتعاشها.
ولكن الحقيقة أن هذه الصناديق بدأت تلعب وتقامر بالائتمان نفسه الذي يشكّل ركنا أساسيا في الاقتصاد الأمريكي، وحولت الرهان على الديون بكل أشكالها إلى مصدر أساسي للربح .
ولم يأت هذا الرهان من فراغ، بل من الواقع الأمريكي الغريب الذي يرى في الائتمان محرّكا أساسيا للنمو الاقتصادي.

يشار إلى أن أول صندوق تحوط ولد في عام 1949 على يد الفرد وينسلو جونز عالم الاجتماع عندما كان يعد مقالة حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة "فورتشن" حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون .

وكانت إستراتيجيته تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين طويل الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع وقصير الأجل وهو ما يسمى "short selling" أو البيع على المكشوف بحيث يبيع أسهم يتوقع انخفاضها ليعيد شرائها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائدا أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى الرفع المالي وما تزال هذه الآليات من اخص خصائص صناديق التحوط في عصرنا هذا مع محاولة التطوير والابتكار في آليات الاستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات استثمارية تحقق عائدا عاليا مع مخاطر مقبولة ومحاولة إيجاد آليات لتحييد هذه المخاطر .

ويبلغ عدد صناديق التحوط الموجودة في العالم حاليا حوالي 10 آلاف صندوق تقريبا تدير 1.3 تريليون دولار .

وتعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم وتتميز صناديق التحوط عن صناديق الاستثمار الأخرى بما يلي :

1 ــ وعاء استثماري خاص يضم عددا محددا من المستثمرين لا يزيد في الغالب عن 499 مستثمرا غرضه الاستثمار في الأوراق المالية .

2 ــ غير خاضع للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية حيث انه عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق .

3 ــ قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء. 4 ــ الأجرة التي يتقاضاها مدير الصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 1 ــ 2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح .

5 ــ الاسترداد يتم شهريا أو سنويا .

6 ــ ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الاستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف (19)

9/ النتائج و المقترحات:

يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

1- الهدف من استراتيجيات المشتقات هو تقليل التعرض لمخاطر سعر الفائدة، أسعار الصرف و تقلبات الأسعار. إذ من خلال الدخول في هذه العقود، تستطيع المصارف أو المؤسسات الأخرى تغطية مخاطر السوق التي تتعرض لها.

2- شهدت المشتقات هجوما مستمرا عليها باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، و بالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها. و مما لا غرو فيه أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور، و التي تعرضت لها مجموعة من المنشآت، قد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات.

3- في حين أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر. يتطلب ذلك النظر ليس إلى ايجابيات الاحتياط فحسب، و إنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات.

و عليه نوصي بالتالي:

1− لابد أن تحافظ المصارف و المؤسسات الأخرى على دورها كمحتاطة، و ان تبتعد عن دور المضارب.

2− لابد من الدراسة المتعمقة للمخاطرة المرتبطة بأدوات المشتقات، من خلال أساليب القياس و التنبؤ بهذه المخاطر ومحاولة إدارتها.

3/ على المصارف أن تتفهم كذلك المتطلبات الرقابية لنشاط المشتقات، بما في ذلك المتطلبات الحالية التي يجب الوفاء بها، بل كذلك متابعة المستجدات في هذا الخصوص. إذ من المحتمل أن تفرض على المصرف نسب جديدة من رأس المال إذا ما تعاملت بالمشتقات، ضمن التوجيهات القائمة لترجيح المخاطر، هذا إلى جانب ضرورة عدم تجاوز السقوف الاقراضية خاصة في المصارف الصغيرة.

الهوامش:

1/ Gérard Marie Henry, les marchés financiers,Armand colin, paris,1999,p64-65

2/ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر،الجزء2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص6

3/ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص16

4/ صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني،2002، ص220

5/ سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001، ص466

6/ Jean François Faye, comment gérer les risques financiers, Lavoisier, paris,1993,p73

7/ www.France.attac.org

8/ المرجع السابق

9/ المرجع السابق

10/ المرجع السابق

11/ منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص12

12/ سيد طه بدوي، مرجع سابق، ص474−475

13/ Henri Bourguinat, la tyrannie des marchés, Economica, Paris, 1995, p33

14/ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص266

15/منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص24

16/ مركز البحوث المالية و المصرفية، موقف لجنة بازل من المشتقات، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان، 1996،ص8

17/ إدارة البحوث و الدراسات، تجارب الانهيار في عالم المال والمصارف، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الثالث، العدد الثاني، السنة الثالثة، 1995،ص46

18/ حسين حسين شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي
www.rasoulallah.net

19/ مركز الرصد و التواصل المالي الإسلامي، المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية2009
www.cibafi.org